

Konklusion

Den indre økonomiske styrke har sikret, at koncernen er kommet godt igennem det voldsomme konjunkturafræk. Fremgangen skal på kort sigt komme fra de store interne forbedringer, dvs. højere effektivitet. 2010 bliver et år med stabilisering. Første halvår har haft en negativ organisk vækst på hele 9,9 %, men udviklingen i Q2 peger op ad. I 2011 er der mulighed for begyndende vækst i takt med at den økonomiske krise ebber ud. Fremgang kan for alvor forventes i andet halvår 2011. Egentlig vækst og bedre tider er derfor næppe sandsynlig før i 2012.

Aktien er en Langsigtet Købsmulighed pga. det gode udviklingspotentiale. På kort sigt er der dog risiko for et afbræk i den økonomiske stabilisering til et forløb med en sekundær krise i økonomien (et mellemstort Double Dip), hvilket i givet fald også vil kunne ramme Solar.



Aktuel Kurs: 320

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: (inkl. A-aktier): 2.534 mio. DKK

Antal aktier: 7,92 mio. styk (0,9 mio. A og 7,02 mio. B-aktier)

Næste regnskab: Q3-regnskab 12-11-2010



Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder udmeldingen for året som helhed med en forventet omsætning i intervallet 1.360-1.400 mio. € og et EBITA resultatbidrag på 46-53 mio. €. Q1 var svagt, men Q2 har vist positiv udvikling. Målsætningen er fortsat at reducere pengebindingen i driftskapital fra 15 til 14 % af omsætningen. Det norske datterselskab skifter i Q3 som det første til SAP løsningen Solar 8000 efter en udsættelse.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

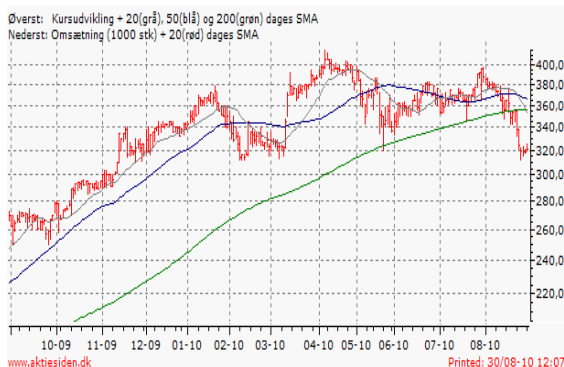
Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 300 - 375

Kursudvikling 12-18 mdr.: 350 - 450

Tidligere anbefaling (28-05-2010) Kort/Lang: Hold/Køb

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	415,5
Lav	225



Muligheder

Styrken på indkøbssiden sammen med god dækning i de enkelte lande giver høj konkurrenceevne. En solid markedsandel sammen med teknisk kompetence er grundlaget for vækst. Selskabet er velkonsolideret og kan klare både modgang og ekspansion via opkøb. Indsatsen inden for avancerede energibesparende produkter og intelligent IT-styring af varmearnlæg mv. har stort potentiale salgsmæssigt til eksisterende bygninger. Organisationen og medarbejderne øger styrken og kompetencen for at øge konkurrenceevnen og indtjeningen.

Risici

Afsætningsforholdene er vigtigst angående risici - især de store udsving i byggeriets efterspørgsel. Kundernes pres for at opnå lavere priser skal hele tiden håndteres. Brugervenlige IT-systemer er vigtige som arbejdsredskab. Evnen til at opbygge tætte samarbejdsrelationer med kunderne kan svigte og andre leverandører derved vinde markedsandel. Tilkøb af virksomheder indebærer risiko for tab af betalt goodwill. Evnen til at håndtere tilkøb og integration har dog hidtil været god. Det store omfang af interne programmer for ændringer stiller krav til styring.

Facts om Solar

Virkefelt: Koncernen er grossist inden for el-artikler, VVS, ventilation og lignende tekniske komponenter med i alt 55.000 varenumre på lager alene i Danmark. Kunderne udgøres af håndværkere, industri, forsyningsvirksomheder mv. Varesortimentet er meget stort og serviceringen sker både via filialer og centrallagre. Det stiller i hvert land krav til en vis størrelse økonomisk, hvorfor virksomheden i Finland er blevet solgt. Afhængigheden af byggeri og investeringer er væsentlig for efterspørgslen udvikling.

Geografisk fordeling af omsætningen i procent: Holland 26, Danmark 25, Sverige 18, Norge 15, Tyskland 10, Polen 2, Aurora Group 4.

Ledelse: Flemming H. Tomdrup (født 1952) er adm. direktør; Jens Borum (født 1953) er formand.

Medarbejdere: 2.917.

Ejerforhold: Fonden af 20. December, Kolding, 15,6 % (57,5 % af stemmerne), Chr. Augustinus Fabrikker A/S 10,3 % (5,1 % af stemmerne), ATP 8,5 % (4,2 % af stemmerne). Selskabet har noteret 83 % af kapitalen på navn fordelt på 4.299 aktionærer (ultimo 2009). Udenlandske investorer udgør 10,4 %. Egne aktier ejes svarende til 0,9 % af aktiekapitalen.

Beskrivelse

Solar har via opkøb udvidet sin stærke position i Danmark til at omfatte de omkringliggende lande. Virkefeltet er desuden blevet udvidet fra el-artikler til et bredere sortiment inden for tekniske komponenter relateret til VVS og energi. Sidstnævnte repræsenterer en brancheglidning. Koncernens ambition er udtrykt i mottoet: "#1 in Technical Wholesale". Væksten inden for IT-udstyr medfører behov for tekniske installationer, herunder kabler. Produkter til sikkerhed og overvågning repræsenterer ligeledes et nyt vækstområde i nær tilknytning til de mere traditionelle leverancer af installationsmateriel. Serviceniveauet over for kunderne i form af leveringsevne og -tid er vigtig for afsætningen.

Styringen er krævende, og en stor omlægning til en SAP-baseret løsning er under udrulning med start i Norge i Q3 i år. Indsatsen vil i første omgang belaste indtjeningen, idet der så efterfølgende er udsigt til afkast ved at benytte dette kendte IT-system som platform. Den samlede investering forventes at udgøre 40 mio. € med 3 år til gennemførelsen, dvs. ca. 100.000 kr. pr. arbejdsplads i koncernen. SAP-systemet kan dog indledningsvis komme til at påvirke det ambitiøse projekt om at reducere pengebindingen i driftskapitalen. Foreløbig udvikler resultaterne herfor sig ellers godt, men det kan blive påvirket af den forestående gennemgribende forandring af regnskabssystemet og forsinke gennemførelsen. En række andre interne forandringsprojekter er samtidig i gang. Det omfatter eksempelvis Lean baseret ledelse og flere tiltag for at forbedre personalets kompetence og dynamik.

Som følge af Finanskrisens drastiske gennemslag alle steder i samfundet - og på byggeriet i særdeleshed - skal de omfattende interne moderniseringsbestræbelser foregå i forlængelse af de gennemførte store nedskæringer og besparelser. Personalet er således nedbragt fra 3.402 ultimo 2008 til 2.917 personer i Q2. Ekspansive skridt er små, men det fransk ejede Otra Danmark er netop blevet overtaget.

Opstramningen har ført til frasalg af den finske aktivitet i år pga. for lille størrelse og udsigt til lang tid før kritisk masse ville blive opnået. Størrelsen af virksomheden i Polen er også beskeden, men her ønsker man at fastholde et brohoved. Det peger i retning af ønske om ekspansion her, når gode muligheder måtte åbne sig. Aktiviteten i Aurora Group, der forhandler tilbehør til forbrugerelektronik, er blevet koncentreret som en anden forandring. Grebet om forretningen i Solar har heldigvis været godt, og den indre styrke har gjort det muligt at fremvise overskud sidste år trods den voldsomme økonomiske krise i alle lande på samme tid. I indeværende år er cheferne for både det tyske og svenske datterselskab fratrådt med øjeblikkelig virkning. Solar Deutschland har efterfølgende konstateret behov for en negativ justering af egenkapitalen på 1,4 mio. € angående forkert opgjort leverandørbonus for 2007, hvilket burde have været opdaget tidligere.

Fremtidsudsigter

Stabilisering af aktiviteten for Solar's produktområder kendetegner indeværende år. Et opsving i økonomien er kun delvis synligt med Sverige og Norge som lyspunkter. Samlet har den organiske vækst i første halvår været negativ. Selv om Q2 viser et bedre forløb må året som helhed forventes at afspejle stagnation i omsætningen. Indtjeningen forventes derimod at opnå væsentlig fremgang uanset halvåret udviste et lidt lavere resultat. Overskudsgraden vil ligge omkring 3,5 %. Målt i afkast på den investerede kapital belaster SAP-projektet med et stadig større akkumuleret beløb (27 mio. €) før igangsættelsen nu skal træde i kraft. Afkastet på den største investering i disse år er ikke begyndt endnu. Rentabiliteten belastes derfor i denne opbygningsfase.

Målet for planperioden 2010-12 er, at overskudsgraden skal være 4-5 %, og afkastet på den investerede kapital (ROIC) skal nå et niveau på 12-14 %. Indsatsen for at nedbringe arbejdskapitalen til at udgøre 13-14 % af omsætningen mangler at opnå en forbedring svarende til frigørelse af mindst 1/10 af den her bundne kapital fra de nuværende 15,3 %. Det vil forbedre rentabiliteten. Soliditeten er derimod som ønsket med 40 % i egenkapitalandel (mål: 35-40 %). Likviditetsberedskabet er ligeledes stort.

Solar ser ud til at være godt på vej mod at nå de fastlagte mål, men de ydre vilkår i form af matte afsætningsforhold virker forsinkende. Selve forretningen klarer sig fornuftigt og udvikles fortsat. Købet af aktiviteter fra Otra Danmark A/S (omsætning ca. 200 mio. DKK) er et supplement. I Norge er der indgået et tæt samarbejde som eneleverandør til den store Bravida koncern. Det markerer en satsning på mere moderne former for samarbejde med kunderne for sammen at opnå fordele til gavn for begge parter. De interne forandringer og opgradering af kompetencen ser ud til at foregå i en proces med stor indsats, og evnen til at implementere alt dette kan derfor blive en flaskehals. Her bliver den glidende overgang land for land til SAP-systemet den største udfordring. Som handelsvirksomhed med høje krav fra kundesiden om effektiv distribution er opgaven stor i forhold til den løbende drift.

Den langsigtede del af planene omfatter årene 2013-15, hvor den igangværende oprustning skal give afkastmæssigt gennemslag. ROIC afkastet ønskes forbedret til 16-18 %. Overskudsgraden (EBITA) skal øges til 5,5-6,5 % ved en vækst der er 1,5-2,5 gange så hurtig som økonomiens generelle forløb. Nettokapitalbindingen i driften søges nedtrappet yderligere til kun 12-13 %. Der skal altså opnås væsentlige forbedringer på alle parametre.

Overtagelse af andre udbydere i branchen er et andet vigtigt spørgsmål, hvor forløbet beror på de muligheder som opstår. I Sverige og Tyskland er der gevinstmulighed ved at forstærke markedspositionen - forudsat prisen for købet ikke bliver for høj. Imidlertid skal der netop i disse to lande først findes nye topchefer. En mere offensiv satsning kan blive rettet mod Østeuropa for at opnå adgang til lande med stort behov fremover og dermed højere vækst end i de modne lande. Udvidelser i Polen ved opkøb er således sandsynligt, og her er der, medens krisen ebber ud, formentlig mulighed for at købe til en attraktiv pris mod at acceptere et par år med minimalt afkast.

Produktmæssigt satses kraftigt på energibesparelser, og vedvarende energi er også inddraget. Solar Explorium er blevet etableret som et synligt centrum for denne fremadrettede satsning. Virkefeltet vil dog næppe blive udvidet med andre byggeriorienterede varer, idet komponenter med teknisk karakter er i centrum for udviklingen. Konjunkturforløbet bliver afgørende for tempoet i opfyldelsen af de fastlagte mål. Det er vores vurdering, at de gennemførte støtteordninger og hjælpepakker som konsekvens vil få et forlænget tidsforløb af krisen i form af et par år med stagnation. Dels vil opstamningen af de offentlige finanser reducere købekraften, og dels vil renteniveauet før eller siden skifte dramatisk. Det overdrevne træk på denne mekanisme synes at blive fortsat længst muligt, og følgelig vil afslutningen kunne blive des mere overraskende voldsom. Tidspunktet herfor kendes ikke, men nul-renteforholdene vil næppe kunne fortsætte mere end et år. Væsentlige ydre forandringer kan dermed indtræffe og betyde en væsentlig forskydning af de pt. let positive udsigter.

Aktien som investering

Kursudviklingen har i de seneste 10 år været præget af en medcyklisk tendens, dvs. aktien udvikler sig hurtigere i samme retning som markedet. Desuden kan det registreres, at Solar-aktien et par gange har skiftet retning lidt tidligere end et trendbrud indtraf for hele det danske børsmarked. Det kraftige Rebound på børserne fra primo marts sidste år har for Solars vedkommende ført til et gevaldigt kursløft fra en ekstrem bund nede ved 140 til en topnotering ved 415. C20-indekset har tilsvarende bevæget sig fra den ultimative bund ved 215 til 415 og befinder sig d.d. i 397. I 2009 gennemførte Solar en aktietegning og salg af egne aktier, men børsmarkedet har formået at absorbere dette udbud uden problemer. ATP har efterfølgende reduceret sin aktiepost fra 9,3 % til 8,5 %, hvilket kan have medvirket til at give et kraftigt Setback, der har sendt aktien ned til pt. ca. 320.

Virksomheden er veldrevet men stilfærdig, dvs. en stringent "slider" i sit virkefelt. Satsningen på energiområdet med Solar Explorium er et dynamisk tiltag for at udvide markedet med banebrydende, miljøvenlige energiløsninger. Normalt er afsætningen stabil, og aktiens profil er derfor i sin natur stilfærdig. Ekspansive skridt med køb af andre firmaer kan give interesse, men vi forventer som nævnt flere små skridt frem for en enkelt stor, spektakulær satsning. Opdelingen i A/B aktier beskytter mod Take Over bud, og aktien indeholder derfor ingen gevinstchance desangående.

Indtjeningsevnen i både 2010 og 2011 må forventes at blive relativt lav set i forhold til tidligere års præstation. Vi forventer således en forrentning af egenkapitalen på hhv. 10 og 12 %. I de følgende år er der udsigt til et løft som følge af forbedrede konjunkturforhold og afkast af de interne forbedringsprojekter inkl. SAP. Perspektivet i det langsigtede mål om et ROIC-afkast på 16-18 % kan udlægges som et niveau for egenkapitalforrentningen på mindst 20 %. En fordobling af indtjeningen i forhold til indeværende år er altså målet.

Aktien handles til P/E(10E) på 12,8 (320/25). Udbyttet kan ud fra en udlodningsandel på 35-45 % af overskuddet anslås til 10 DKK pr. aktie svarende til et direkte afkast på 3,1 %. Kurs/Indre værdi forholdet er 1,3 (320/244). Vores vurdering er, at aktien efter det overraskende kraftige dyk fra lige over 400 til pt. 320 nu er en god langsigtet placering. Risikoen består især i muligheden for at Solar endnu en gang vil vise sig at være en forløber for en general korrektionsfase på det danske børsmarked som følge af frygt for en sekundær recession (Double Dip scenarie).

Regnskabstal

mio. €	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
Omsætning	1.075	1.367	1.500	1.431	1.375	1.450
EBITA	62	77	65	36	48	62
EBIT	61	71	58	22	41	55
Resultat før skat	62	66	45	17	38	51
Nettoresultat	44	47	31	10	27	36
Balance	465	543	604	620	650	670
Nettogæld	126	147	229	103	95	70
Immaterielle aktiver	23	50	46	54	60	60
Egenkapital	196	229	205	259	280	305
Antal ansatte	2.281	2.658	3.010	3.175	2.900	2.900
Res. pr. aktie DKK	46	51	34	11	25	34
Udbytte i DKK	17	19	15	4,25	10	12
Indre værdi i DKK	210	245	227	245	263	287
EBITA/Omsætning %	5,7	5,7	4,3	2,5	3,5	4,3
Egenkapitalforrentning %	22,4	22,3	14,3	4,4	10,0	12,3
Egenkapitalandel %	42	42	34	42	43	46

Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Solar A/S, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer ikke aktier i Solar A/S på tidspunktet for analysen. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte oplysninger, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.

